



Trend watcher

業界再編機会をとらえる投資戦略

EYストラテジー・アンド・コンサルティング(株) TCF Lead Advisory 七澤奈緒子

▶ Naoko Nanasawa

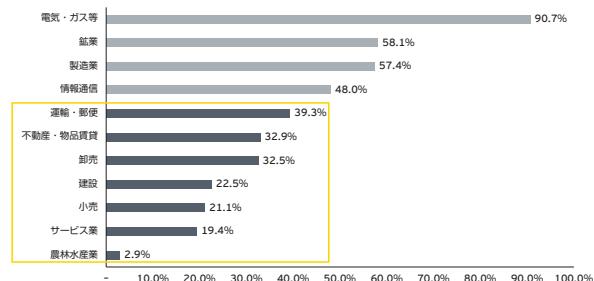
M&A関連ストラテジー業務に従事。担当業種は多岐にわたり、エクイティ・クレジットアナリストの経験を踏まえ、事業成長性評価、事業計画策定、財務戦略検討、企業競争力評価、市場分析等に携わる。EYストラテジー・アンド・コンサルティング(株) シニアマネージャー。

I はじめに

2011年以降、日本国内のM&A件数は増加基調にあり、22年の実績は4,300件超^{*1}と過去最高水準となっています。日本経済新聞をはじめとする経済紙面では、大企業によるM&Aがクローズアップされますが、資本金10億円未満の企業数が99%^{*2}を占める日本においては、中小規模の企業がM&Aの主体となっているケースが多くあります。そのため本稿では、プライベートエクイティ(PE)ファンド等が中小企業へのバイアウト投資を検討するにあたり、「Entryの視点」「バリューアップの視点」「Exitの視点」の3つの視点から、業界再編の可能性が相対的に高い業種、ひいては投資妙味のある業種を探り出すことを目的に、情報の整理を行いました。

相対的に低い結果となりました。すなわち、業界内で一定のプレゼンスを有する中堅クラスの企業が数多くあり、投資金額見合いで魅力的な投資対象が多い可能性が高いと推察されます（図1参照）。

▶ 図1 【業種別】大企業寡占度：17～21年度平均売上高ベース



(注1) 大企業とは資本金10億円以上の企業を指す。

(注2) 金融業・保険業を除く。

出所：法人企業統計調査よりEYSC作成

II Entryの視点：投資機会の多寡

Entryの視点では、投資機会の多寡に着目し、1. 大企業による寡占度、2. 事業承継、3. 新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の影響、という3つの観点から、潜在的に事業売却の可能性が高い業種を洗い出しました。

1. 大企業の寡占度

大企業の寡占度では、売上高を軸に大企業の構成割合を分析しました。結果として、運輸、不動産、卸売、建設、小売、サービス業などの業種の大企業寡占度は

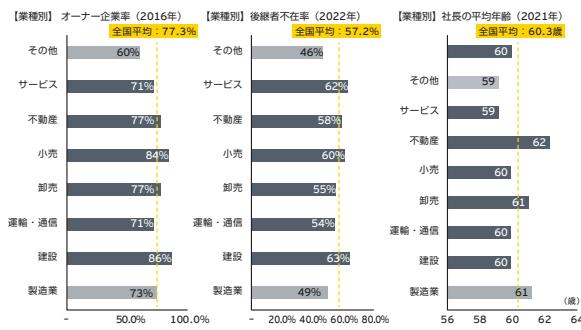
2. 事業承継

事業承継ニーズという観点では、オーナー企業率および後継者不在率から事業承継ニーズが高いとみられる業種を洗い出しました。結果として、小売業および建設業において、当該2視点のいずれにおいても全国平均を上回る水準となりました。一方で、社長の平均年齢は、全国平均の60.3歳をそれぞれ下回っており、事業承継ニーズが喫緊の課題にはなっていないものの、中期的に後継者問題が顕在化する可能性が高い業種とみられます（図2参照）。

*1 出所：(株)レコフ

*2 出所：総務省統計局 令和3年経済センサスより

▶図2 事業承継ニーズ関連指標



(注)「その他」に「農林水産業」「鉱業」は含まれる。金融業・保険業を除く。
出所：帝国データバンクよりEYSC作成

3. 新型コロナウイルス感染症の影響

新型コロナウイルス感染症の流行に伴う外出自粛等による影響を直接的に受けたサービス業・小売業では、短期的な資金繰りに窮し、いまだサービス業（飲食店やホテル・旅館）などの倒産件数は高止まりしています（<図3>参照）。しかし、足元はインバウンド需要の復調も含め、将来にわたるリカバリーの確度が非常に高いため、短中長期的な投資機会として注目される業種と位置付けられます。

▶図3 新型コロナウイルス感染症関連倒産累積件数
(23年3月31日時点 業種別件数上位)

業種	件数	
大分類	中分類	
サービス	飲食店	805
建設	建設・工事業	693
卸売	食品卸	279
小売	食品小売	229
サービス	ホテル・旅館	192
小売	アパレル小売	168
製造業	食品製造	152
運輸	自動車運送	139
卸売	アパレル卸	129
不動産	不動産	121
製造業	アパレル製造	86
サービス	老人福祉	84
製造業	印刷・製版	68
サービス	広告	63
運輸	タクシー・バス運行	63
サービス	美容室・理容室	61
サービス	美容サロン	59
運輸	旅行業	50
	その他	2,055
合計		5,496

出所：帝国データバンク、中小企業庁よりEYSC作成

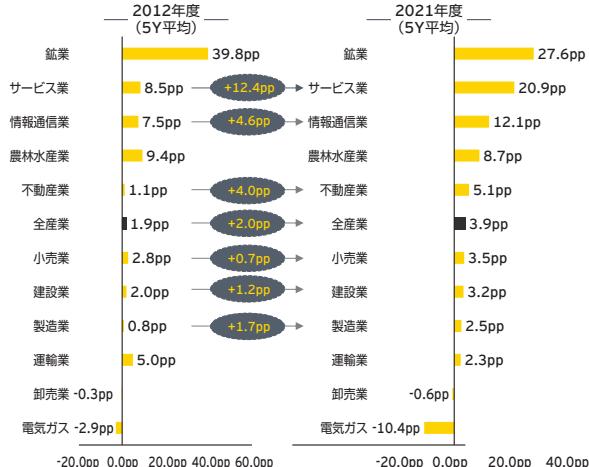
III バリューアップの視点：潜在的な改善余地

バリューアップの視点では、大企業と中小企業について、企業の財務指標である1. 営業利益率、2. 労働生産性、3. ソフトウェア投資比率等の水準を比較した上で、その差分が大きい業種では、潜在的なバリューアップの余地が高いと定義付け、整理しました。

1. 営業利益率

営業利益率については、規模の経済が効きやすい鉱業に加えて、サービス、情報通信、不動産業において、大企業と中小企業の間で営業利益率の差分が大きい結果となりました。経営資源の再配分や高付加価値化による改善余地が大きいと推察されます（<図4>参照）。

▶図4 営業利益率：大企業と中小企業の差分（業種別）



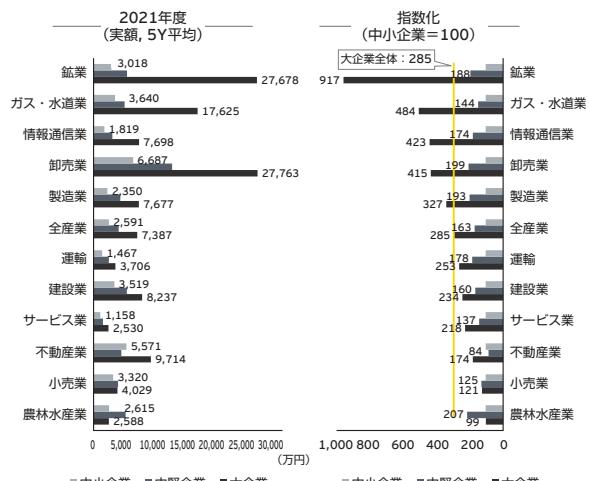
(注) 各業種の大企業の営業利益率から中小企業の同値を差し引いた値の、二時点における過去5年平均。値が大きいほど、大企業の営業利益率が中小企業より高い傾向にあることを示す。ppはPercentage Point の略。

出所：法人企業統計調査よりEYSC作成

2. 労働生産性

情報通信・卸売・製造業では、大企業の労働生産性が中小企業の3~5倍程度となっており、これら業種における中小企業の改善余地は極めて大きいとみられます。投資家主導の高付加価値化等の取り組み効果が業績改善に直接的につながり得る可能性が高いと推察されます（<図5>参照）。

▶図5 業種別規模別労働生産性



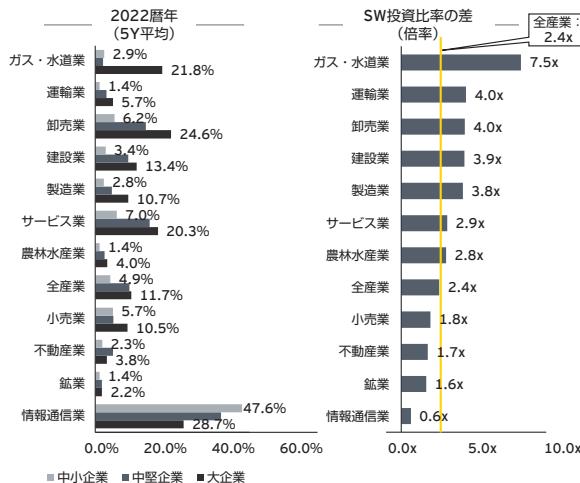
(注) ここで生産性とは従業員あたりの売上高を指す。大企業とは資本金10億円以上、中堅企業とは資本金1億円以上10億円未満、中小企業とは資本金1億円未満を指す。右側グラフは、各業種における中小企業の労働生産性を100とした場合に、中堅企業および大企業の同値の大きさを示すもの。

出所：法人企業統計調査よりEYSC作成

3. ソフトウェア投資比率等の水準

大企業と中小企業間の営業利益率と労働生産性の差分を生じさせている要因はさまざまですが、企業の自助努力によって補い得る要素としてIT化・デジタルトランスフォーメーション(DX)化が挙げられます。特にガス・水道・運輸・卸売・建設・製造業等においては、大企業の設備投資によるソフトウェア投資比率が中小企業の約4倍と、IT化・DX化への取り組みに差が生じているとみられ、原価等を含むコスト管理高度化の余地が依然として大きいと推察されます(図6参照)。

図6 規模別・業種別設備投資に占めるソフトウェア投資比率



(注) 各業種の大企業ソフトウェア投資比率の過去5年平均を中小企業の同値で除して得た倍率。大企業の設備投資額全体に占めるソフトウェア投資比率が中小企業の幾倍に相当するかを表し、数値が大きいほど中小企業に比して大企業がソフトウェア投資に対し積極的であることを示す。

出所：法人企業統計調査よりEYSC作成

IV Exitの視点：流動性の確保

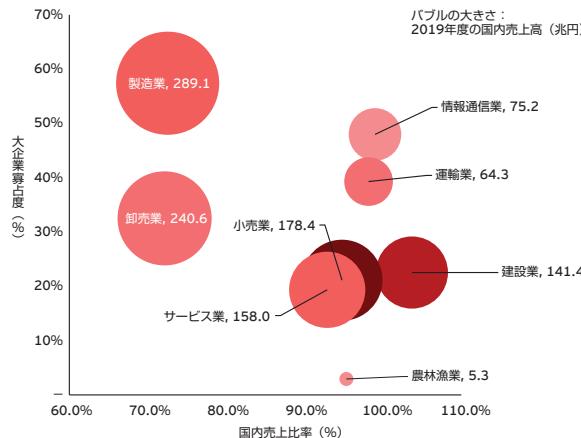
Exitの視点では、バリューアップ後の売却を視野に入れた場合の、いわゆる流動性の側面に着目しました。流動性は市場参加者の期待値によって醸成されるものであると位置付け、1. 国内売上高比率と大企業寡占度、2. 業種別企業総数に対するM&Aの進捗度、3. 業界再編の効果が発揮されやすい業種、の3つの視点から、業界再編期待が高い業種の洗い出しを行いました。

1. 国内売上高比率と大企業寡占度

総務省が発表した23年5月時点の日本的人口は1億2,450万人（概算値）で、08年以降、継続的に減少しています。こうしたマクロ環境下、内需依存かつ大企業の寡占が進んでいない業種では、構造的に業界再編期待が高まると考えられます。特に市場規模の大きい建設、小売、サービス業では、ターゲットとする市

場規模の縮小が避けられない中、企業数も多い業種であるため、よりその影響が色濃く出る可能性があると推察されます(図7参照)。

図7 【業種別】国内売上比率(19年度)と大企業寡占度(17~21年度平均売上高)



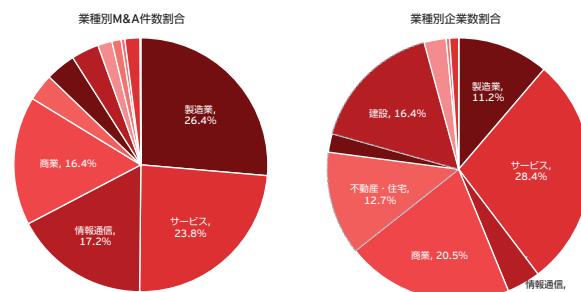
(注) 海外売上高は、海外現地法人の現地販売額と第三国向け輸出額の合計。国内売上高は、業種合計売上高から海外売上高を引いたもの。新型コロナウイルス感染症流行前の2019年度の数値を使用。金融業・保険業・不動産業を除く。

出所：法人企業統計調査、海外事業活動基本調査よりEYSC作成

2. 業種別企業総数に対するM&Aの進捗度

M&Aの進捗度という観点では、M&A件数と企業数の業種別構成の比較から、業界再編の進捗度を検討しました。製造・サービス・情報通信・商業を買収先とするM&Aの件数は例年高水準で推移しており、16~20年の累計実績の8割強を占めています。当該4業種で企業数全体の50%強を占めることから、依然として同トレンドは継続するとみられます。しかし先行きを見据えた場合、製造業や情報通信業では、業界再編が相応に進捗し再編余地は少なく、逆に建設、不動産・住宅業は全体企業数の3割近くを占めるにもかかわらず、M&Aの実績が極めて少なく、いまだ業界再編が進展していない業種であると解釈することも可能です。すなわち中長期的な視点で見れば、将来的に建設、不動産・住宅業が業界再編の主役として注目される局面も出てくる可能性があると推察されます(図8参照)。

図8 業種別M&A件数(16~20年平均)・企業数割合(2020年度)



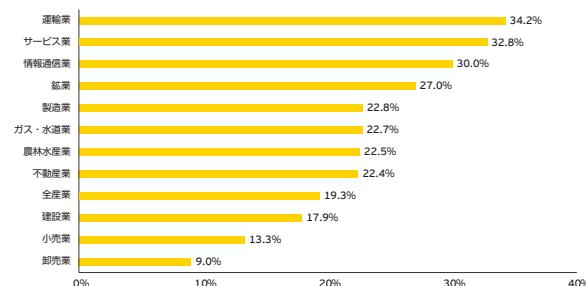
(注) 「商業」は「卸売」「小売」等。

出所：M&A Online、法人企業統計調査よりEYSC作成

3. 業界再編の効果が発揮されやすい業種

業界再編の効果が発揮されやすい業種は、すなわち規模の経済効果がより大きく発現する固定費型ビジネスモデルを展開する業種と言い換えることができます。企業によってビジネスモデルの個別性は高いため、明確な類型化は困難ではありますが、一般論として運輸、情報通信、鉱業などは典型的な固定費型ビジネスモデルであり、事業再編に伴う規模の経済が働きやすい業種と推察されます。そのため、同業異業種問わず、さまざまなプレイヤーからの買収ニーズは相応に高いと推察されます（**図9**参照）。

▶図9 業種別売上高固定比率：5年平均



出所：法人企業統計調査よりEYSC作成

かつ企業数も相応に多いため、M&A再編が業界トレンドとなった場合、ドラスティックな変化へつながる可能性を内包しているとみており、今後の動向が注目されます。

お問い合わせ先

EYストラテジー・アンド・コンサルティング(株)
BMC (Brand, Marketing and Communications)
E-mail : marketing@jp.ey.com

V おわりに

業界再編を見据えた投資戦略について、「Entryの視点」「バリューアップの視点」「Exitの視点」から整理をしました。上記に挙げた9つの論点を用いて業種ごとの星取表が**図10**となっています。結果として、建設業やサービス業における潜在的な業界再編余地が大きい結果となりました。当該2業種は、「Entryの視点」「Exitの視点」の項目でも挙げたように、業界再編が進む経済条件が内外で整いつつあるとみられます。さらに「バリューアップの視点」でも指摘したとおり、IT投資などを通じた収益性・生産性の改善余地も大きいため、PEファンドのみならず、同業異業種プレイヤーからの注目度も高まる可能性があります。特に、建設業・サービス業は市場規模が大きく、

▶図10 Entry、Value up、Exitの視点からみた



出典：EYSC作成